

BÀN VỀ HAI QUAN ĐIỂM

Dự toán dòng tiền hoạt động trong thẩm định dự án đầu tư

ThS. NGUYỄN HOÀNG VINH LỘC

Thẩm định dự án (TDDA) nhằm làm sáng tỏ và phân tích tính khả thi về các phương diện chủ yếu của dự án sắp được thực hiện: thị trường, kỹ thuật, nhân lực và quản lý (từ giai đoạn thực hiện cho đến giai đoạn vận hành dự án), tính khả thi về khía cạnh tài chính, những đóng góp của dự án vào tăng trưởng của nền kinh tế cũng như là những mục tiêu xã hội mà dự án có thể đạt được.

Xét về trình tự thẩm định giữa các phương diện trên, chúng ta nhận thấy rằng giữa chúng có một mối quan hệ chặt chẽ với nhau và được thực hiện theo một trình tự nhất định. Theo đó thì thẩm định thị trường, kỹ thuật, nhân lực và quản lý nhằm cung cấp các thông số về mặt tài chính để giúp chúng ta thẩm định tính khả thi về khía cạnh tài chính của dự án. Sau khi thẩm định ở phương diện tài chính, chủ đầu tư sẽ đưa ra được quyết định là có chấp nhận thực hiện dự án đó không không. Các nhà tài trợ như ngân hàng cũng sẽ căn cứ vào kết thẩm định ở

phương diện tài chính để đưa ra được các quyết định chấp thuận hay là từ chối cho vay dự án.

Đối với các cơ quan có thẩm quyền của chính phủ hay chính quyền địa phương (như kế hoạch đầu tư, tài nguyên môi trường, văn hóa...) thì thẩm định tài chính dự án ít có ý nghĩa đối với họ bởi lẽ, các cơ quan này chỉ xem xét những lợi ích về mặt kinh tế và xã hội do dự án mang lại để ra quyết định đầu tư cho các dự án công, hoặc đưa ra các quyết định về hỗ trợ hay ưu đãi cho các dự án sản xuất kinh doanh của các nhà đầu tư tư nhân bao gồm: miễn giảm tiền sử dụng hay tiền thuê đất, miễn giảm và ưu đãi các loại thuế, đặc biệt là thuế thu nhập doanh nghiệp...

Bài viết này chủ yếu muốn bàn về hai quan điểm dự toán dòng tiền hoạt động trong các dự án sản xuất kinh doanh và được trình bày theo quan điểm của các ngân hàng và quan điểm của các nhà quản trị tài chính, để từ đó đưa ra các kết luận về việc áp dụng các tỷ lệ lãi suất chiết khấu thích hợp.

Các quan điểm TDDA

Dòng tiền của một dự án được xây dựng từ ba lĩnh vực:

1. Dòng tiền hoạt động (OCF: Operating cash flow). Đây là dòng tiền phát sinh từ hoạt động sản xuất kinh doanh hàng

hóa hay cung ứng dịch vụ của các dự án. Nó bao gồm các khoản thu thu tiền từ bán hàng và cung cấp dịch vụ và các khoản chi cho chi phí hoạt động kể cả chi cho vốn lưu động trong giai đoạn hoạt động của dự án.

2. Dòng tiền đầu tư (ICF: Investing cash flow). Đây là dòng tiền phát sinh từ đầu tư ban đầu nhằm mục đích hình thành nên tài sản cố định và chi đầu tư cho vốn lưu động ban đầu trước khi dự án đi vào hoạt động. Khi kết thúc dự án chủ đầu tư sẽ có được khoản thu từ việc thanh lý tài sản cố định và thu hồi lại vốn lưu động ban đầu đã bỏ ra. Cần lưu ý rằng quyền sử dụng đất không thời hạn là loại tài sản cố định vô hình đặc biệt không được trích khấu hao nên giá trị thanh lý của nó sẽ được phản ánh bằng với giá trị đầu tư ban đầu. Đối với các tài sản cố định khác, giá trị thanh lý được ghi nhận căn cứ vào giá trị còn lại trên sổ sách kế toán vào đầu năm thanh lý hay cuối năm hoạt động cuối cùng của dự án. Trong trường hợp việc thanh lý tài sản theo giá thị trường ước tính làm phát sinh thu nhập thì phải phản ánh khoản chi nộp thuế thu nhập này làm giảm giá trị thanh lý của dự án. Nói cách khác phải phản ánh theo giá trị thanh lý ròng.

3. Dòng tiền tài trợ (FCF: Financing cash flow). Đây là dòng tiền phát sinh từ các khoản vay động nợ từ bên ngoài như phát hành trái phiếu hay vay nợ các định chế tài chính. Trong những năm hoạt động chủ đầu tư phải sử dụng nguồn tiền phát sinh từ dự án để trả nợ cho các chủ nợ bao gồm cả nợ gốc lẫn tiền lãi phát sinh hàng năm.

Từ ba dòng tiền kể trên, chúng ta có thể phân thành hai quan điểm TDDA là quan điểm tổng đầu tư (TIPV: Total Investment Point of View) và quan điểm vốn chủ sở hữu (Equity Point of View). Theo quan điểm TIPV, chúng ta sẽ chỉ dự toán dòng tiền cho hai lĩnh vực là hoạt động (OCF) và đầu tư (ICF). Điều này có nghĩa là, người thẩm định muốn xem xét dòng tiền phát sinh từ tổng vốn đầu tư ban đầu của dự án có bù đắp được chi phí sử dụng vốn và có giúp cho chủ đầu tư (doanh nghiệp) thu hồi lại được tổng vốn đầu tư ban đầu đã bỏ ra hay không? Chi phí sử dụng vốn cũng làm lãi suất chiết khấu theo quan điểm này phải là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) của tất cả các nguồn vốn sử dụng trong dự án. Trong thực tế các ngân hàng thường hay đánh giá tính khả thi về khía cạnh tài chính của dự án theo quan điểm này nên người ta cũng có thể xem nó như là quan điểm của ngân hàng. Cũng cần phải nhấn mạnh một điểm quan trọng ở đây là lãi vay không được phản ánh vào dòng tiền chi cho hoạt động, bởi lẽ nếu đã chiết khấu dòng tiền hoạt động với chi phí sử dụng vốn

bình quân gia quyền (WACC) mà còn phản ánh thêm lãi vay vào dòng tiền chi cho hoạt động thì điều đó có nghĩa là đã tính trùng (hai lần) cho khoản chi phí này.

Một cách tổng quát chúng ta có thể biểu diễn quan điểm này dưới dạng phương trình sau:

$$TIPV = OCF + ICF \quad (1)$$

Ngược lại theo quan điểm của cổ đông, những người góp vốn hay là chủ sở hữu của doanh nghiệp, họ chỉ quan tâm đến việc dự án đó cần phải bỏ ra hay là huy động thêm bao nhiêu tiền từ cổ đông sau khi đã sử dụng nguồn vốn tài trợ từ các ngân hàng và định chế tài chính khác. Trong quá trình hoạt động, dòng tiền phát sinh từ dự án theo TIPV sau khi đã trả hết nợ gốc và lãi cho các nhà tài trợ, phần còn lại thuộc về cổ đông là bao nhiêu và liệu rằng dòng tiền này có giúp cổ đông thu được tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (tối thiểu), kể cả vốn đầu tư ban đầu mà cổ đông đã góp vào dự án hay không?

Một cách tổng quát chúng ta có thể biểu diễn quan điểm này thông qua phương trình sau:

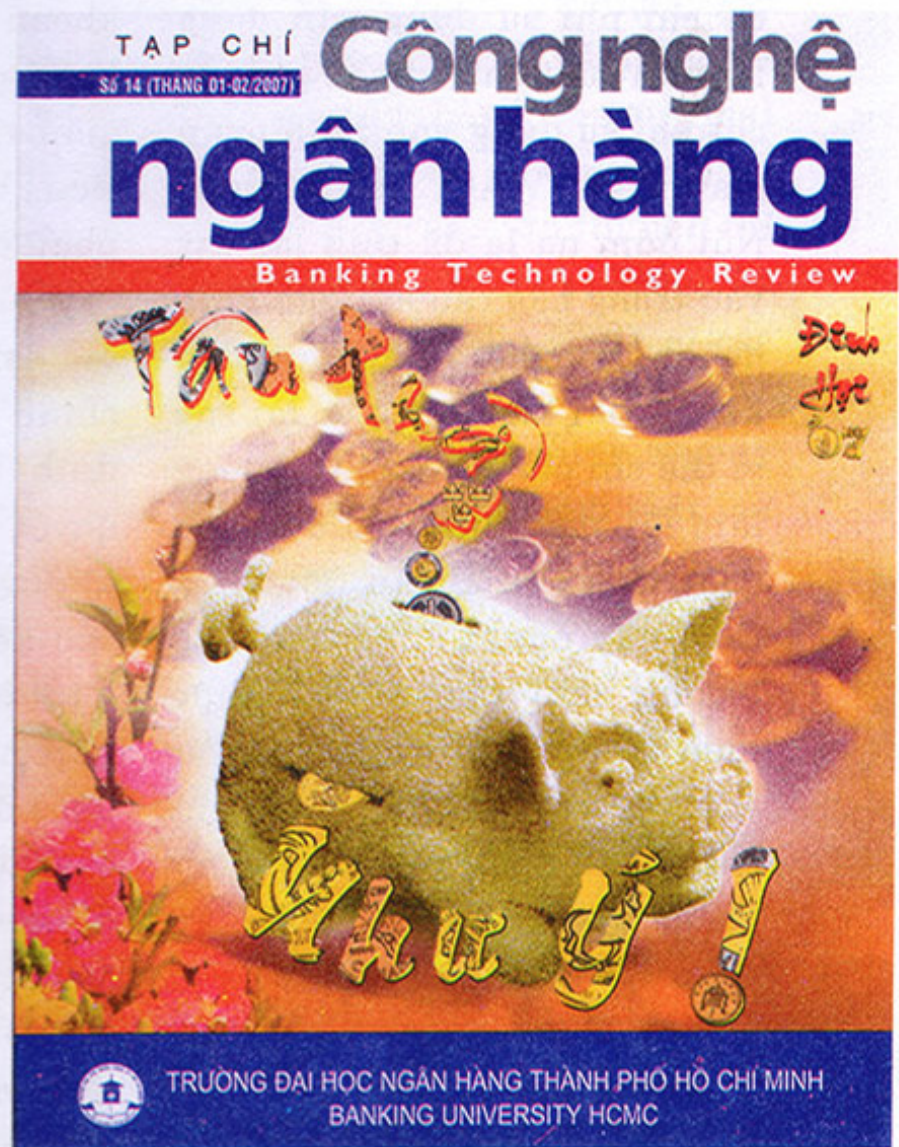
$$EPV = OCF + ICF + FCF \quad (2)$$

Các quan điểm dự toán dòng tiền hoạt động.

Hiện nay người ta có thể dự toán dòng tiền của các dự án đầu tư theo hai phương pháp là phương pháp trực tiếp và phương pháp gián tiếp. Theo phương pháp trực tiếp dòng tiền ròng sẽ được xác định bằng cách lấy dòng tiền vào trừ cho

dòng tiền ra. Chính vì vậy mà phương pháp này còn được gọi là phương pháp từ trên xuống. Ngược lại theo phương pháp gián tiếp dòng tiền sẽ được xác định bằng cách đi từ thu nhập sau thuế cộng với các khoản chi phí không bằng tiền và thực hiện điều chỉnh với các khoản mục của vốn lưu động (tiền tối thiểu, các khoản phải thu, hàng tồn kho và các khoản phải trả). Chính vì vậy phương pháp dự toán dòng tiền này còn được gọi là phương pháp từ dưới lên.

Trong thực tế thì các ngân hàng thường hay dự toán dòng tiền theo phương pháp gián tiếp bởi vì việc dự toán được tiến hành nhanh, không phải thực hiện điều chỉnh với từng khoản mục của vốn lưu động trong khi đó các nhà tư vấn lập dự án đầu tư thường có xu hướng dự toán dòng tiền dự án theo phương pháp trực tiếp để các nhà đầu tư có thể hiểu được phương pháp dự toán dòng tiền một cách trực quan hơn.



Nếu để ý một chút về kết cấu các khoản mục của bảng dự toán dòng tiền theo phương pháp trực tiếp và phương pháp gián tiếp chúng ta sẽ dễ dàng nhận thấy rằng, thực sự thì phương pháp gián tiếp và phương pháp trực tiếp chỉ khác nhau phần dự toán cho dòng tiền hoạt động (OCF) mà thôi, còn dòng tiền đầu tư (ICF) và dòng tiền tài trợ (FCF) đều được lập cùng một phương pháp trực tiếp. Mặt khác do việc vay nợ giúp cho công ty tiết kiệm thuế nên cũng làm nảy sinh hai quan điểm khác nhau về dự toán dòng tiền hoạt động (OCF), từ đó mà việc áp dụng lãi suất chiết khấu (WACC) cũng sẽ khác nhau.

Thứ nhất, người thẩm định mà đại diện là các ngân hàng cho rằng, chi phí lãi vay là khoản chi phí thực sự phát sinh và phải được phản ánh vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh hàng năm của dự án để tính tiết kiệm thuế, do đó chi phí sử dụng vốn dùng làm lãi suất chiết khấu phải là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền (WACC) trước thuế. Nói nôm na là đã tính lãi vay vào trong báo cáo kết quả kinh doanh có nghĩa là đã tính đến khoản tiết kiệm thuế do lãi vay vì thế chi phí sử dụng vốn dùng làm lãi suất chiết khấu không được tính đến khoản tiết kiệm thuế này nữa. Chẳng hạn như trường hợp nguồn vốn thực hiện dự án chỉ bao gồm nguồn vốn vay và vốn chủ sở hữu thì chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền trong trường hợp này được xác định như sau:

$$WACC = W_D \cdot r_D + W_E \cdot r_E \quad (3)$$

Trong đó:

- W_D : Trọng số vốn vay;

- r_D : Lãi suất vay;
- W_E : Trọng số vốn chủ sở hữu;

- r_E : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Khi đó dòng tiền hoạt động của dự án theo phương pháp gián tiếp được xác định như sau:

$$OCF = EAT + Dep + I - \Delta NWC \quad (4)$$

Trong đó:

- EAT: Thu nhập sau thuế (đã tính lãi vay);

- Dep: Khấu hao;

- I: Lãi vay;

- ΔNWC : Thay đổi vốn lưu động (ròng)

Nếu để ý công thức (4) thì chúng ta nhận thấy rằng, sở dĩ chúng ta phải cộng lãi vay vào dòng tiền hoạt động là do chúng ta đã đưa lãi vay vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh của dự án trong khi khoản lãi này không được đưa vào dòng tiền hoạt động (theo phương pháp trực tiếp) như đã nói trên. Do vậy chúng ta phải cộng lại khoản lãi vay này vào dòng tiền hoạt động theo phương pháp gián tiếp để nó bằng với dòng tiền hoạt động theo phương pháp trực tiếp.

Thứ hai, người thẩm định mà đại diện là các giám đốc tài chính thì lại cho rằng, để quyết định tài trợ là độc lập với quyết định đầu tư thì lãi vay không nên đưa vào bảng báo cáo kết quả kinh doanh hàng năm của dự án. Trong trường hợp này chi phí sử dụng vốn được dùng làm suất chiết khấu của dự án phải là chi phí sử dụng vốn bình quân gia quyền sau thuế (WACC*). Nói nôm na là, nếu chúng ta chưa tính lãi vay vào trong kết quả kinh doanh hàng năm của dự án thì

chi phí sử dụng vốn phải được tính là chi phí sử dụng vốn sau thuế, có nghĩa là chi phí sử dụng vốn sau khi đã tính đến tiết kiệm thuế bởi lãi vay. Trong trường hợp dự án được tài trợ từ hai nguồn là vốn vay và vốn chủ sở hữu thì chi phí sử dụng vốn sử dụng vốn bình quân gia quyền sau thuế được xác định như sau:

$$WACC^* = W_D \cdot r_D (1 - t) + W_E \cdot r_E \quad (5)$$

Trong đó:

- W_D : Trọng số vốn vay;
- r_D : Lãi suất vay;
- t: thuế suất thu nhập doanh nghiệp;

- W_E : Trọng số vốn chủ sở hữu;

- r_E : Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

Khi đó dòng tiền hoạt động của dự án theo phương pháp gián tiếp được xác định như sau:

$$OCF = OEAT + Dep - \Delta NWC \quad (6)$$

Trong đó:

- OEAT: Thu nhập sau thuế (chưa tính lãi vay);

- Dep: Khấu hao;

- ΔNWC : Thay đổi vốn lưu động (ròng)

Nếu để ý công thức (6) chúng ta sẽ nhận thấy rằng, do lãi vay chưa được đưa vào báo cáo kết quả kinh doanh hàng năm của dự án vì thế trong OEAT đã bao hàm lãi vay nên lãi vay không được cộng lại trong dòng tiền hoạt động theo phương pháp gián tiếp.

Để hiểu rõ hơn sự khác nhau về hai quan điểm dự toán dòng tiền hoạt động theo phương pháp gián tiếp trên đây, chúng ta tiếp tục xem xét một dự án đầu tư đơn giản sau...

(xem tiếp số 45)

với 2.272.955 đơn vị chuyển nhượng sau 10 phiên giao dịch. Cổ phiếu SRF tăng 15.500 đồng (44,29%) lên 50.500 đồng/cp với 733.120 đơn vị chuyển nhượng sau 8 phiên giao dịch; Cổ phiếu EIB tăng 200 đồng (0,71%) lên 28.200 đồng /cp với 29.224.896 đơn vị chuyển nhượng sau 4 phiên giao dịch;

Tính chung trong tháng 10, sàn HOSE đã có 118 mã chứng khoán tăng giá, 62 mã giảm giá và 4 mã đứng giá tham chiếu.

Tăng giá ấn tượng nhất là cổ phiếu SZL khi từ 51.000 đồng đã nhảy vọt lên 94.500 đồng/cp, tăng 43.500 đồng (85,29%), so với cuối tháng 9. Tuy nhiên, xét về mức tăng tính theo tỷ lệ, SZL chỉ đứng thứ 2 bởi vị trí dẫn đầu vẫn tiếp tục là mã KSH 87,50% (44.800 đồng) lên 84.000 đồng/cp;

Sàn Hà Nội

Top cổ phiếu mua/bán rông nhiều nhất của khối ngoại trên HOSE tháng 10

TT	Mã CK	Mua	Bán	Mua-Bán	TT	Mã CK	Mua	Bán	Mua-Bán
10 CK NĐTNN mua rông nhiều nhất (tr.đồng)					10 CK NĐTNN mua rông nhiều nhất (tr.đồng)				
1	PVD	310,836	51,552	259,284	1	CII	123	307	(184)
2	HPG	314,168	135,069	179,099	2	TDH	29	153	(124)
3	VNM	334,625	196,105	138,520	3	DIG	19,762	135,604	(115,842)
4	EIB	117,456	-	117,456	4	SJS	105,401	208,922	(103,521)
5	VIP	112,937	7,765	105,172	5	VCB	123,077	225,115	(102,038)
6	DRC	110,176	22,800	87,376	6	KDC	70,549	157,831	(87,282)
7	FPT	276,723	198,010	78,713	7	SSI	204,148	289,992	(85,844)
8	HAG	154,300	78,739	75,561	8	VSH	7,878	80,383	(72,505)
9	CSM	93,937	19,791	74,146	9	GMD	50,583	118,680	(68,097)
10	LCG	113,921	43,095	70,826	10	PHR	2,767	63,479	(60,712)

Top cổ phiếu mua/bán rông nhiều nhất của khối ngoại trên HNX tháng 10

TT	Mã CK	Mua	Bán	Mua-Bán	TT	Mã CK	Mua	Bán	Mua-Bán
10 CK NĐTNN mua rông nhiều nhất (tr.đồng)					10 CK NĐTNN mua rông nhiều nhất (tr.đồng)				
1	NTP	132,331	34,979	97,352	1	VCG	58,272	208,566	(150,294)
2	KBC	171,301	79,881	91,420	2	SHB	46,962	135,398	(88,436)
3	PVS	74,684	5,802	68,882	3	BVS	31,220	58,884	(27,664)
4	DBC	58,109	19,990	38,119	4	SHS	8,074	31,350	(23,276)
5	KLS	93,514	62,024	31,490	5	SD7	1,327	12,043	(10,716)
6	VCS	28,625	6,042	22,583	6	HOM	6,105	12,845	(6,740)
7	SDT	13,618	1,550	12,068	7	SCJ	631	6,572	(5,941)
8	BCC	11,223	1,492	9,731	8	VC5	141	6,072	(5,931)
9	DXP	11,336	3,631	7,705	9	VFR	1,147	6,928	(5,781)
10	VHL	7,838	714	7,124	10	SDJ	75	5,269	(5,194)

Với 13 phiên tăng và 9 phiên giảm điểm, sàn HNX cũng đã có được bước tiến đáng kể sau 1 tháng giao dịch và lần đầu tiên kể từ ngày 14/03/2008, HNX-Index vượt qua ngưỡng 218 điểm.

Cụ thể, HNX-Index đã tăng 15,09 điểm (8,19%) trong tháng qua và đóng cửa phiên cuối tháng ở mức 199,38 điểm.

Tính thanh khoản cũng tăng mạnh với 1.030.228.834 cổ phiếu được chuyển nhượng, tương ứng GTGD là hơn 44.915 tỷ đồng, tăng 33,28% về khối lượng và tăng 55,42% về GTGD so với tháng 10.

Tính trung bình mỗi phiên giao dịch của tháng 10, đã có 46,83 triệu cổ phiếu được chuyển nhượng thông qua sàn HNX và GTGD bình quân là 2.042 tỷ đồng, trong đó có 2 phiên giao dịch ghi nhận trên 3 nghìn tỷ đồng được giải ngân.

Tháng 10 cũng là tháng chứng kiến cuộc đổ bộ của hàng loạt “tân binh” trên sàn HNX với 6 mã cổ phiếu mới đi vào giao dịch là PMC, GGG, TV2, SDH, BED, HAD và DBT.

Tuy nhiên, không phải cổ phiếu nào cũng kết thúc tháng 10 với mức tăng giá so với giá giao dịch bình quân ngày chào sàn. Trong số 7 mã cổ phiếu mới này, chỉ 2 mã may mắn tăng giá là: SDH tăng 34.400 đồng (68,94%) lên 84.300 đồng/cp và HAD tăng 5.700 đồng (10,59%) lên 59.500 đồng/cp;

Sự xuất hiện của nhóm cổ phiếu mới này góp phần nâng tổng số mã cổ phiếu niêm yết và giao dịch trên sàn HNX lên 231 mã cổ phiếu. Trong đó, có tới 195 mã tăng giá trong tháng 10 vừa qua, 34 mã giảm giá, 2 mã đứng giá.